

# Inflation und Staatsverschuldung

16

Karsten Junius und Kristian Tödtmann\*

Die seit der Finanzkrise massiv steigende Staatsverschuldung hat die Inflations Sorgen vieler Anleger erhöht. In diesem Artikel wird gezeigt, über welche Effekte höhere Inflationsraten zu niedrigeren Staatsschuldenquoten beitragen können. Dazu gehören steigende Einnahmen wie auch eine niedrigere reale Belastung durch die bestehenden Schulden. Höhere Inflationsraten sind in keinem Land wünschenswert. Angesichts stark steigender Staatsschulden stellten sie aber auch nur eines von mehreren Übeln dar. Anhand von Simulationen werden Kriterien gefunden, die die Anreize zu einer Inflationierung der Wirtschaft erhöhen. Darauf aufbauend werden die Länder identifiziert, die eine stärkere Neigung zu höheren Inflationsraten haben sollten als andere. Aufgrund der langen Restlaufzeit der Staatsschulden gehört UK klar dazu. Innerhalb der EWU haben Griechenland, Portugal, Irland und Italien größere Inflationsanreize als Deutschland und die Niederlande. Dies könnte die Konfliktpotentiale in der EWU erhöhen.

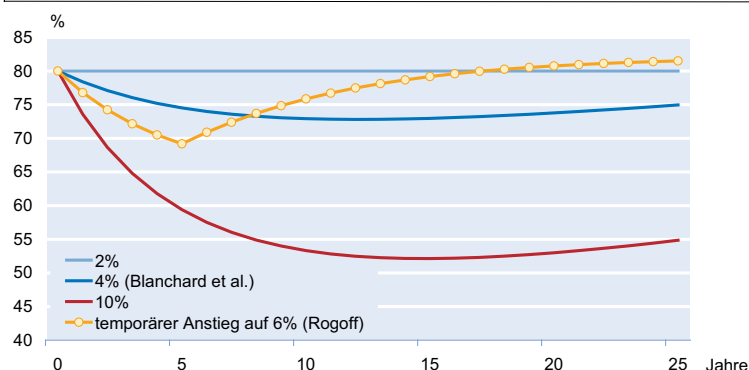
## Inflation als letzter Ausweg aus der Schuldenkrise?

Die weltweit ansteigende Staatsverschuldung (vgl. Abb. 2) ruft bei Anlegern zu Recht Verunsicherung hervor. Einige Investoren befürchten Staatsbankrotte. Andere erwarten, dass der Weg aus der Schuldenkrise langfristig nur über höhere Inflationsraten führen kann. Dazu kommen inzwischen auch Stimmen weltweit renommierter Wissenschaftler wie die der IWF-Ökonomen Blanchard, Dell'Ariccia und Mauro, die sich kürzlich für höhere Inflationsziele der Notenbanken ausgesprochen haben (vgl. Blanchard, Dell'Ariccia und Mauro 2010; siehe dazu auch Kasten 3). Andere Ökonomen wie Rogoff argumentieren für temporär höhere Inflationsraten von 5 bis 6% mit dem expliziten Ziel, die gestiegene Staatsverschuldung finanzierbar zu machen. Letztlich deutet der An-

stieg des Goldpreises von rund 70% seit der Lehman-Pleite darauf hin, dass auch die Finanzmärkte Alternativen zu dem gängigen Hauptszenario eines stabilen Inflationsrahmens ernst nehmen. Ist also etwas dran an der These, dass »wir uns auf die Regierungen und Notenbanken nicht mehr unbedingt verlassen können« und dass »ein weltweiter Inflationsschub droht, vor dem kein Land sicher sein wird?«<sup>1</sup>

Wir diskutieren in diesem Papier, inwieweit es dem Staat durch höhere Inflationsraten möglich ist, Schulden abzubauen und damit eine echte Haushaltskonsolidierung zu umgehen. Dabei unterscheiden wir zwischen Effekten erstens auf die laufenden Einnahmen und Ausgaben des Staates und zweitens auf die reale Belastung durch die ausstehenden Staatsschulden. Im folgenden Abschnitt zeigt sich, dass Staaten mit einer hohen Verschuldung, einer langen Restlaufzeit der ausstehenden Staatsschulden, hohen Zinsen und einem schwachen Wirtschaftswachstum einen stärkeren Anreiz zur Inflationierung haben als andere. Im Anschluss nutzen wir diese Ergebnisse, um zu zeigen, wie unterschiedlich die Ausgangs- und Interessenlage in der Europäischen Währungsunion in Bezug auf die Inflation ist. Insgesamt glauben wir nicht, dass der Nutzen höherer Inflationsraten deren Kosten übersteigt.

**Abb. 1**  
**Simulationsergebnisse:**  
**Effekte alternativer Inflationsraten auf die Staatsschuldenquote**



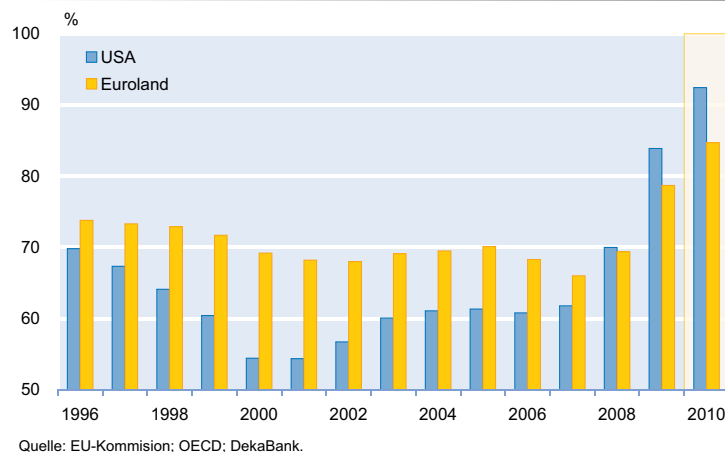
Anmerkung: Zu weiteren Annahmen, siehe Tab. 1.

Quelle: DekaBank.

\* Dr. Karsten Junius und Kristian Tödtmann sind Volkswirte bei der DekaBank, Frankfurt.

<sup>1</sup> Ein Stellvertreter dieses Lagers ist z.B. Henrik Müller (2010).

Abb. 2  
Staatsschulden in Prozent des BIP



### Inflation und Staatsverschuldung: Die wesentlichen Zusammenhänge

Eine außergewöhnlich expansive Geldpolitik und dadurch mittelfristig ansteigende Inflationsraten berühren die öffentlichen Finanzen auf verschiedene Weise. Einige Effekte erfolgen über die laufenden Einnahmen und Ausgaben des Staates, andere über eine reale Entwertung der ausstehenden Staatsschulden und damit eine Verminderung der realen Zinsbelastung. Beide Effekte werden in den folgenden Abschnitten erklärt.

#### Wie Inflation die Staatseinnahmen erhöht

Eine lockere Geldpolitik und ansteigende Inflation entlasten die Staatshaushalte gleich in mehrerlei Hinsicht:

1. In einem ersten Schritt zu höheren Inflationsraten kurzelt eine lockere Geldpolitik das Wirtschaftswachstum an: Dies wirkt sich günstig auf die Steuereinnahmen sowie die Einnahmen der Sozialversicherungen aus. Gleichzeitig sinken die Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung und andere Lohnersatzleistungen. Allerdings erstrecken sich diese günstigen Effekte nur über einen relativ kurzen Zeitraum, wenn man unterstellt, dass die Geldpolitik keinen dauerhaften Einfluss auf die Realwirtschaft besitzt.
2. Notenbankgewinn: Dieser Gewinn beruht im Wesentlichen auf einem Zinsüberschuss der Aktiva gegenüber den Passiva einer Zentralbank. Wie Kasten 1 zeigt, kann er im Prinzip durch höhere Inflationsraten gesteigert werden. Allerdings würde er allenfalls bei Hyperinflation einen nennenswerten Teil der Staatsausgaben finanzieren.
3. Kalte Progression: Werden Löhne und Gehälter an das gestiegene Preisniveau angepasst und bleibt gleichzeitig der Steuertarif unverändert, führt dies in einem progressiven Steuersystem zu höheren durchschnittlichen

Steuersätzen und damit auch real ansteigenden Staatseinnahmen. Auch dies ist kein überzeugendes Argument für höhere Inflationsraten. Zum einen sind die Mehreinnahmen aufgrund kalter Progression eher gering, zum anderen ließen sich die Steuersätze grundsätzlich auch ohne höhere Inflationsraten anheben.

#### Wie Inflation den Staat entschuldet

##### Konzeptioneller Zusammenhang

Staatsschulden sind nicht per se schädlich, auch steigende Staatsschulden nicht. Bedenklich ist allerdings, wenn die Staatsschulden schneller steigen als das nominale BIP. Dann würde sich die Staatsschuldenquote (d.h. Schulden/nominales BIP) erhöhen. Die Konsequenz wäre, dass auch die Zinszahlungen stärker ansteigen als die Steuereinnahmen, was mittelfristig nicht nachhaltig ist.<sup>2</sup> Umgekehrt fällt die Staatsschuldenquote, wenn das nominale BIP schneller steigt als die Schulden. Die genauen Determinanten der Staatsschuldenquote haben wir in Kasten 2 formal dargestellt. Inflation entfaltet dort ihren Einfluss über die Wachstumsrate des nominalen BIP. Bei gegebenem realem Wachstum führt eine höhere Inflationsrate zu einem stärkeren Anstieg des nominalen BIP und damit der Steuerbasis. Demgegenüber bleiben die ausstehenden Staatsschulden trotz Inflation in nominaler Höhe unverändert, und auch die Verzinsung der umlaufenden Staatsanleihen passt sich nur mit der Zeit an die stärkere Teuerung an. In der Konsequenz sinkt die Staatsschuldenquote in der Folge von Inflation.

##### Simulationsergebnisse

Kasten 2 zeigt, dass sich Inflation in einem höheren Wachstum des nominalen BIP sowie in einer ansteigenden Verzinsung der Staatsverschuldung bemerkbar macht. Die Schuldenquote sinkt bei steigenden Inflationsraten, da sich der Effekt eines steigenden nominalen BIP-Wachstums sofort einstellt, die durchschnittliche Verzinsung der Staatsverschuldung aber nur allmählich ansteigt. Diese Effekte lassen sich

<sup>2</sup> Diese Überlegung hat zu der 3%-Defizitgrenze und der 60%-Schulden-grenze im Maastricht-Vertrag geführt. Unterstellt man für die Eurozone langfristig ein reales Wachstum von 3%, kombiniert mit einer gewünschten Inflationsrate von knapp 2%, resultiert ein trendmäßiger Anstieg des nominalen BIP von knapp 5%. Geht man zudem davon aus, dass eine Schuldenstandsquote von 60% für die Mitgliedsländer der Währungsunion unbedenklich sei, dann ergibt sich daraus ein langfristig zulässiges Defizit von 3% des BIP, wenn man die einzelnen Werte in folgende Formel eingibt:

$$\frac{\text{Defizit}}{\text{BIP}_{\text{nom}}} = \frac{\text{Schulden}}{\text{BIP}_{\text{nom}}} \cdot \Delta \text{BIP}_{\text{nom}} ; (\text{d.h. } 3\% = 60\% \cdot 5\%).$$

Die Einhaltung dieser Bedingung würde die Ziele einer konstanten Schuldenstandsquote von 60% und einer Inflationsrate von 2% kompatibel machen.

**Kasten 1****Wie Inflation den Notenbankgewinn erhöht**

Unter dem so genannten Seignorage verstand man bis in das Mittelalter den Münzgewinn des Staates aufgrund seiner Monopolstellung in der Geldversorgung. Er konnte regelmäßig den Nennwert der neu in Umlauf gebrachten Münzen abzüglich der dabei anfallenden Prägekosten als Gewinn vereinnahmen. Heute emittiert eine Zentralbank nur das so genannte Basisgeld (Bargeldumlauf + Mindest- und Überschussreserven (i.e. Zentralbankguthaben) der Geschäftsbanken). Wie sie zusätzliches Basisgeld in Umlauf bringt, erschließt sich beim Blick auf eine vereinfachte Zentralbankbilanz (vgl. Darstellung unten). Ausgangspunkt ist dabei der Erwerb zusätzlicher Forderungen durch die Zentralbank. Sie vergibt also Kredite an die Geschäftsbanken, kauft inländische Wertpapiere oder stockt ihre Devisenreserven auf. Eine Ausweitung der Geldversorgung schlägt sich daher lediglich in einer Bilanzverlängerung der Zentralbank nieder, ohne dass dem Staat Einnahmen zufließen.

Dennoch erwirtschaften Notenbanken in der Regel einen Gewinn, den sie üblicherweise vollständig an den Staat abführen. Sowohl durch eine sehr expansive Geldpolitik als auch durch die Inkaufnahme hoher Inflationsraten kann eine Zentralbank diesen Gewinn steigern. Von daher besteht für Regierungen ein Anreiz, eine laxer Geldpolitik und hohe Teuerungsraten zu begrüßen.

Aktiva	Passiva
Devisenreserven	Bargeldumlauf
Wertpapiere	Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken
Kredit an Geschäftsbanken	Eigenkapital

Der Notenbankgewinn beruht in erster Linie auf einem Zinsüberschuss der Aktiva gegenüber den Passiva einer Zentralbank. Er ist im Regelfall positiv, da ein Teil ihrer Verbindlichkeiten, insbesondere der Bargeldumlauf, nicht verzinst wird. Zudem haben die Aktiva oft längere Laufzeiten als die Passiva. Infolgedessen profitiert der Notenbankgewinn von einer steilen Zinskurve.

Im Wesentlichen kann die Zentralbank ihren Gewinn nur steigern, indem sie entweder ihre Bilanz ausweitet oder die Zinsdifferenz zwischen Aktiva und Passiva erhöht. Insbesondere in der kurzen Frist, d.h. bei einem gegebenen Preisniveau, sind die Möglichkeiten hierfür allerdings eher begrenzt:

- Eine Verlängerung der Zentralbankbilanz setzt vor allem höhere Passiva voraus. Der Bargeldumlauf bietet keinen Ansatzpunkt hierfür, da er weitgehend durch die Nachfrage des Publikums bestimmt wird.
- Normalerweise werden die Guthaben der Geschäftsbanken von der Zentralbank so gesteuert, dass sich am Geldmarkt ein gewünschtes Zinsniveau einstellt. Diese Umsetzung der Geldpolitik lässt eine übermäßige Ausweitung der Zentralbankguthaben nicht zu. Änderungen des kurzfristigen Zinsniveaus haben nur wenig Einfluss auf den Notenbankgewinn, da sich die Verzinsung sowohl der Kredite an die Geschäftsbanken als auch ihrer Zentralbankguthaben gleichermaßen am Leitzins orientiert.
- Eine Ausnahme besteht in einer quantitativen Lockerung der Geldpolitik. In diesem Fall führt die Zentralbank bewusst eine Überversorgung der Volkswirtschaft mit Basisgeld herbei und gibt so die Kontrolle über das kurzfristige Zinsniveau freiwillig aus der Hand. Kauft sie Wertpapiere an, steigen die Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken auf der Passivseite der Zentralbankbilanz. Werden die Wertpapiere höher verzinst als die Zentralbankguthaben, nimmt der Gewinn der Notenbank entsprechend zu. Kurzfristig ist dies für sie die einzige Möglichkeit, ihren Gewinn maßgeblich zu steigern.

Langfristig kann die Zentralbank durch eine expansive Geldpolitik höhere Inflationsraten herbeiführen. Eine Folge des steigenden Preisniveaus ist, dass das nominale, also in laufenden Preisen gemessene Transaktionsvolumen in der Volkswirtschaft zunimmt. Entsprechend erhöht sich auch der Bedarf an Zahlungsmitteln in der Bevölkerung, also die Geldnachfrage. In der Zentralbankbilanz schlägt sich dies in einem stärkeren Anstieg sowohl des Bargeldumlaufs als auch der Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken nieder. Dies wiederum erlaubt der Zentralbank, auch ihre Aktiva mit einem höheren Tempo auszuweiten und so einen größeren Zinsüberschuss zu generieren.

Allerdings führt eine inflationsgetriebene Expansion der Zentralbankbilanz lediglich zu einem nominalen, aber nicht zu einem realen Anstieg ihrer Aktiva. Für den Staat ist aber entscheidend, inwieweit der Notenbankgewinn in realer Rechnung erhöht werden kann. Bei gegebenen realen Aktiva der Zentralbank ist dies nur dadurch möglich, dass die Verzinsung ihrer Aktiva relativ zu der ihrer Passiva zunimmt. Langfristig schlägt sich ein Anstieg der Inflationsrate um einen Prozentpunkt in einem um einen Prozentpunkt höheren Zinsniveau nieder. Dieses betrifft zum einen sämtliche Aktiva in der Zentralbankbilanz. Zum anderen verzinsen die meisten Zentralbanken aber auch die Guthaben der Geschäftsbanken und orientieren sich dabei am Leitzins, gegebenenfalls abzüglich eines Zinsspreads. Von daher wird auch die Verzinsung dieser Verbindlichkeiten bei höherer Inflation zunehmen. Demgegenüber bleibt der Bargeldumlauf unverzinst. Deshalb verdient die Zentralbank lediglich mit denjenigen Aktiva, die in ihrer Bilanz die buchhalterische Gegenposition zum Bargeldumlauf bilden, eine höhere Zinsmarge. Der Einfluss höherer Inflationsraten auf den realen Notenbankgewinn kann daher angenähert werden durch die Veränderung der Inflationsrate multipliziert mit dem realen Bargeldumlauf.

In der Eurozone betrug der Bargeldumlauf Ende 2009 gut 750 Mrd. €. Ein Anstieg der Inflationsrate um einen Prozentpunkt hätte daher einen um rund 7,5 Mrd. € größeren Gewinn des Eurosystems zur Folge. Dies wären 0,08% des BIP. Wir halten dies für kein ausreichendes Argument, sich auf höhere Inflationsraten einzulassen.

**Kasten 2****Die Dynamik der Schuldenquote bei Inflation**

Es gilt die einfache Beziehung: Neuer Schuldenstand = Alter Schuldenstand + Haushaltsdefizit, oder formal:

$$(1) \text{ Schulden}_t = \text{Schulden}_{t-1} + \text{Defizit}_t$$

Das Haushaltsdefizit setzt sich wiederum zusammen aus den Zinszahlungen für die bestehenden Schulden und dem so genannten Primärsaldo, in dem die Zinszahlungen nicht enthalten sind:

$$(2) \text{ Defizit}_t = i_{t-1} * \text{Schulden}_{t-1} + \text{Primärsaldo}_t$$

Dabei ist  $i_{t-1}$  die durchschnittliche Verzinsung der ausstehenden Staatsschulden und nicht mit dem aktuellen Zins am Staatsanleihemarkt gleichzusetzen. Vielmehr wurden die umlaufenden Staatsanleihen zu unterschiedlichen Zeitpunkten in der Vergangenheit emittiert, sodass  $i_{t-1}$  einem gewichteten Durchschnitt früherer Marktzinsniveaus entspricht. Aus diesem Grund reagiert dieser für die Finanzpolitik relevante Zinssatz auch nur träge auf eine Veränderung der Inflationsrate. Seine Reaktion ist umso langsamer, je höher die durchschnittliche Restlaufzeit der ausstehenden Staatsschulden ist.

Aus Formel (1) und (2) ergibt sich:

$$(3) \text{ Schulden}_t = \text{Schulden}_{t-1} + i_{t-1} * \text{Schulden}_{t-1} + \text{Primärsaldo}_t$$

In Prozent des nominalen BIP lässt sich nun die Schuldenquote ausdrücken als:

$$(4) \frac{\text{Schulden}_t}{\text{BIP}_{\text{nom},t}} = (1 + i_{t-1}) \frac{\text{Schulden}_{t-1}}{\text{BIP}_{\text{nom},t}} + \frac{\text{Primärsaldo}_t}{\text{BIP}_{\text{nom},t}}$$

Das BIP in t ergibt sich wiederum aus dem BIP-Wachstum in t und dem BIP in t-1:

$$(5) \text{BIP}_{\text{nom},t} = (1 + \Delta \text{BIP}_{\text{nom},t}) * \text{BIP}_{\text{nom},t-1}$$

Durch Einsetzen von Formel (5) in den 1. Term auf der rechten Seite von Formel (4) lässt sie sich umschreiben als:

$$(6) \frac{\text{Schulden}_t}{\text{BIP}_{\text{nom},t}} = \frac{1 + i_{t-1}}{1 + \Delta \text{BIP}_{\text{nom},t}} \frac{\text{Schulden}_{t-1}}{\text{BIP}_{\text{nom},t-1}} + \frac{\text{Primärsaldo}_t}{\text{BIP}_{\text{nom},t}}$$

Höhere Inflationsraten führen zu einem höheren Wachstum des nominalen BIP, selbst wenn das reale BIP-Wachstum sich nicht verändert. Sie führen auch zu höheren Inflationserwartungen und Zinsen und daher zu einem allmählichen Anstieg der durchschnittlichen Verzinsung der Staatsverschuldung.

Anhand Formel (6) lässt sich die Dynamik der Schuldenquote nun genau verstehen: Der Einfachheit halber sei zunächst angenommen, dass der Primärsaldo Null betrage, sodass der letzte Term in Formel (6) wegfällt. Die Schuldenquote in t ist dann genauso hoch wie in t-1, wenn  $i_{t-1} = \Delta \text{BIP}_{\text{nom},t}$ , d.h. wenn die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden der Wachstumsrate des nominalen BIP entspricht. Wenn die Zinsen höher sind als das BIP-Wachstum, steigt die Schuldenquote. Sie fällt, wenn die Zinsen niedriger sind als das BIP-Wachstum.

Neben dem Zinsniveau und dem Wirtschaftswachstum beeinflusst auch der Primärsaldo die Entwicklung der Schuldenquote. Übersteigen die Zinsen die Wachstumsrate des nominalen BIP, kann der Staat einem Anstieg der Schuldenstandsquote nur durch einen Primärüberschuss entgegenwirken. Andererseits kann er ein Primärdefizit verkraften, ohne dass die Schuldenstandsquote zunimmt, wenn einem moderaten Zinsniveau ein kräftiges Wirtschaftswachstum gegenübersteht.

am besten anhand konkreter Simulationsergebnisse verdeutlichen. Dazu werden folgende Determinanten benötigt:

- anfängliche Schuldenquote,
- Potentialwachstum des realen BIP,
- Inflation, die zusammen mit (b) die Wachstumsrate des nominalen BIP bestimmt,
- Primärsaldo und
- durchschnittliche Verzinsung der Schulden.

Langfristig besteht ein gleichlaufender Zusammenhang zwischen Zinsen und Inflation. Etwas konkreter setzt sich die durchschnittliche Verzinsung der Schulden zusammen aus einem risikofreien Realzins, den Inflationserwartungen und

einer Risikoprämie für die Inflationsunsicherheit. Bei steigenden Inflationsraten steigen zum einen die Inflationserwartungen und zum anderen die Inflationsrisikoprämien. Dies macht sich bei der Neuverschuldung sofort bemerkbar. Die Durchschnittsverzinsung der insgesamt ausstehenden Staatsanleihen passt sich dagegen nur langsam an, und zwar umso langsamer, je länger die durchschnittliche Restlaufzeit der Staatsschulden ist. Für die Simulationen sind folglich zusätzlich zu bestimmen:

- risikofreier Realzins,
- Inflationserwartungen,
- Inflationsrisikoprämien und
- Restlaufzeit der Staatsschulden.

Tabelle 1 zeigt unsere Simulationen der Staatsschuldenquote für verschiedene Inflationsraten und ausgeglichene Primärsalden. Wir unterstellen dabei folgende zusätzliche Anfangsbedingungen, die den Werten in der Eurozone möglichst nahe kommen:

- (a) eine anfängliche Schuldenquote von 80%,
- (b) ein Realwachstum von 1,5%,
- (d) einen ausgeglichenen Primärhaushalt,
- (e1) einen risikofreien Realzins in Höhe des Realwachstums von 1,5%,
- (e2) eine vollständige Anpassung der Inflationserwartungen an höhere Inflationsraten nach einem Jahr,
- (e3) jeweils drei alternative Risikoprämien und
- (e4) eine durchschnittliche Restlaufzeit der Staatsschulden von sieben Jahren.

Unsere Simulationsergebnisse finden sich in Tabelle 1. In unserem Basisfall gehen wir vom Status quo aus – einer Inflationsrate von 2% und keiner zusätzlichen Risikoprämie.

Die Schuldenstandsquote (Schulden/BIP) bleibt konstant, da der Durchschnittszins genau dem Wachstum des nominalen BIP entspricht und der Primärsaldo ausgeglichen ist. (Die Annahme eines ausgeglichenen Primärsaldos ist in der Realität derzeit allerdings in kaum einem Land erfüllt, so dass die tatsächliche Schuldendynamik schlechter ausfallen würde als in Tab. 1). Wir berechnen die Dynamik der Schuldenquote für Inflationsraten von 4%, 10% und temporär 6%. Bei der temporären Erhöhung der Inflationsrate unterstellen wir, dass sie von 2% im 1. Jahr auf 6% in den Jahren 2 bis 6 ansteigt und danach auf 2% abfällt.

Neben einem Anstieg der Inflationserwartungen kommt es infolge höherer Inflationsraten in der Regel auch zu einer verstärkten Unsicherheit über die zukünftige Inflationsentwicklung. Wir berechnen daher den Einfluss höherer Inflationsraten auf die Schuldenstandsquoten unter drei alternativen Annahmen über die von den Kapitalmärkten geforderten Inflationsrisikoprämien. In dem aus Sicht des Staates günstigsten Szenario bleiben die Risikoprämien unverändert. Wir

**Tab. 1**

**Schuldenquoten bei alternativen Inflationsraten und ausgeglichenen Primärsalden**

Inflationsrate	2%	4% (Blanchard et al.)			10%			temporär 6% Rogoff)		
Zusätzliche Risikoprämie	Keine (Basisfall)	Keine	+40 Bp (Basisfall)	+70 Bp	Keine	+100 Bp (Basisfall)	+300 Bp	Keine	+60 Bp* (Basisfall)	+100 Bp*
Jahr 0	80	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
Jahr 1	80	78,4	78,4	78,4	73,6	73,6	73,6	76,8	76,8	76,8
Jahr 2	80	77,1	77,1	77,1	68,6	68,7	68,9	74,2	74,2	74,3
Jahr 3	80	75,9	76,0	76,1	64,5	64,8	65,4	72,0	72,2	72,3
Jahr 4	80	75,0	75,2	75,4	61,3	61,8	62,8	70,2	70,5	70,7
Jahr 5	80	74,2	74,5	74,8	58,6	59,4	61,0	68,7	69,2	69,5
Jahr 6	80	73,5	74,0	74,4	56,5	57,5	59,7	70,1	70,9	71,4
Jahr 7	80	72,9	73,6	74,1	54,7	56,0	58,9	71,4	72,4	73,0
Jahr 8	80	72,4	73,3	74,0	53,2	54,9	58,4	72,6	73,7	74,5
Jahr 9	80	72,0	73,1	73,9	51,9	54,0	58,3	73,5	74,9	75,8
Jahr 10	80	71,6	72,9	73,9	50,9	53,3	58,5	74,4	75,9	76,8
Jahr 11	80	71,3	72,8	74,0	50,0	52,8	58,8	75,1	76,7	77,8
Jahr 12	80	71,0	72,8	74,2	49,3	52,5	59,4	75,8	77,5	78,6
Jahr 13	80	70,8	72,8	74,4	48,7	52,3	60,2	76,3	78,1	79,4
Jahr 14	80	70,6	72,9	74,6	48,2	52,2	61,1	76,8	78,7	80,0
Jahr 15	80	70,5	73,0	74,9	47,7	52,1	62,1	77,2	79,2	80,5
Jahr 16	80	70,3	73,1	75,2	47,3	52,2	63,3	77,6	79,6	81,0
Jahr 17	80	70,2	73,2	75,6	47,0	52,3	64,6	77,9	80,0	81,4
Jahr 18	80	70,1	73,4	76,0	46,7	52,5	66,1	78,1	80,3	81,7
Jahr 19	80	70,0	73,6	76,4	46,5	52,7	67,6	78,4	80,5	82,0
Jahr 20	80	69,9	73,8	76,8	46,3	53,0	69,2	78,6	80,8	82,3
Jahr 21	80	69,9	74,0	77,2	46,1	53,3	70,9	78,7	81,0	82,5
Jahr 22	80	69,8	74,2	77,7	46,0	53,7	72,8	78,9	81,1	82,7
Jahr 23	80	69,8	74,5	78,2	45,9	54,0	74,7	79,0	81,3	82,8
Jahr 24	80	69,7	74,7	78,7	45,8	54,4	76,7	79,1	81,4	83,0
Jahr 25	80	69,7	75,0	79,1	45,7	54,9	78,8	79,2	81,5	83,1

\* Risikoprämie steigt nur in den ersten sechs Jahren und fällt dann auf 0 Bp zurück. – Annahmen: Primärsaldo = 0; risikofreier Realzins im Basisfall = reales Wirtschaftswachstum von 1,5% p.a.

Quelle: DekaBank.



halten jedoch eine zumindest moderate Ausweitung der Risikoprämien um bspw. 1/10 der Inflationsrate (Basisfall) für realistischer und betrachten auch den Fall stark steigender Risikoprämien. Die Zinsen erhöhen sich dann langfristig sowohl um die höheren Inflationserwartungen als auch um die höheren Inflationsrisikoprämien.

Insgesamt zeigen die Simulationsergebnisse, dass ein moderater Anstieg der Inflationsraten nur relativ begrenzte Auswirkungen auf die Staatsschuldenquote besitzt. Nimmt beispielsweise die Inflationsrate dauerhaft von 2 auf 4% zu, käme es bei unveränderten Risikoprämien langfristig zu einer Senkung der Staatsschuldenquote um 10 Prozentpunkte. Bei einem Anstieg der Risikoprämien um 40 Basispunkte (Bp) würde sich der Rückgang der Schuldenquote nach 25 Jahren auf 5 Prozentpunkte reduzieren. Bei 70 Bp zusätzlicher Risikoprämie würde die Staatsschuldenquote zunächst ebenfalls fallen. Sie fängt aber später wieder an zu steigen, sobald sich die erhöhten Inflationserwartungen und Risikoprämien stärker in der durchschnittlichen Verzinsung der ausstehenden Staatsschulden bemerkbar machen. Zudem zeigen unsere Ergebnisse, dass eine nur temporäre Erhöhung der Inflationsrate auch nur zu einer temporären Verringerung der Schuldenstandsquote führt, selbst wenn die Kapitalmärkte keine zusätzlichen Risikoprämien verlangen. Der Grund hierfür ist intuitiv nachvollziehbar. Nach einer späteren Rückführung der Inflationsraten zahlt der Staat für einige Jahre sehr hohe Realzinsen auf diejenigen Anleihen, die er während der Hochinflationsphase emittiert hat. Die Kosten, die Inflationsrate wieder auf ihr Ausgangsniveau zurückzubringen, wären für den Staat daher sehr hoch. Lediglich bei einer Inflationsrate von 10% wären stärkere Effekte auf die Schuldenquote zu erwarten.

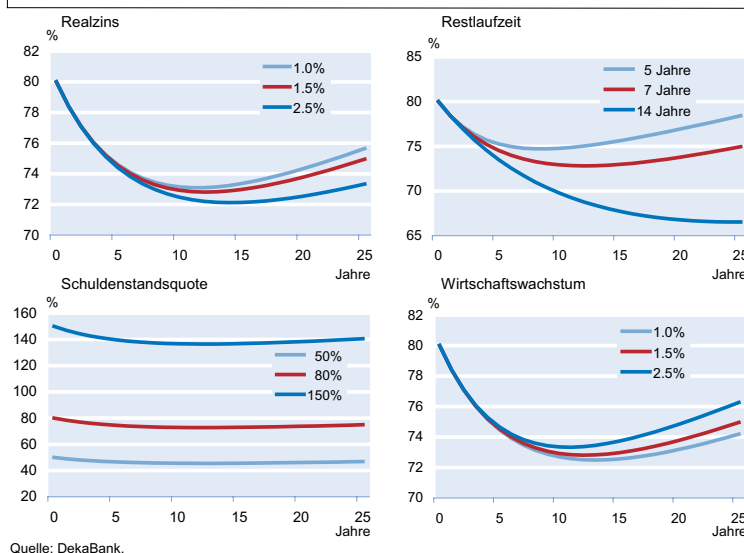
Große Effekte auf die Schuldenstandsquote sind somit nur bei sehr hohen Inflationsraten denkbar. Neben einem Anstieg der Risikoprämien entsteht dann aber ein zweites Problem. Ein zentrales Resultat der empirischen vergleichenden Wachstumsforschung besteht darin, dass Inflationsraten in einem Intervall zwischen 0 und 5% weitgehend neutral in Bezug auf das Wirtschaftswachstum sind. Höhere Teuerungsraten machen sich aber zunehmend negativ in der Realwirtschaft bemerkbar. Unsere Annahme eines exogen gegebenen, konstanten Wirtschaftswachstums von 1,5% wäre daher bei sehr hohen Inflationsraten von beispielsweise 10% grundsätzlich in Frage zu stellen. Ein geringeres Wirtschaftswachstum bedeutet aber letztlich einen langsameren Anstieg der realen Steuerbasis und damit eine weniger vorteilhafte Entwicklung der Staatsschuldenquote als in den Szenarien in Tabelle 1 dar-

gestellt. Alles in allem vermitteln die Simulationsergebnisse somit nicht den Eindruck, dass für die politischen Entscheidungsträger der Eurozone eine Inkaufnahme höherer Inflationsraten die beste Wahl wäre, um dem Problem der Staatsverschuldung zu begegnen.

Allerdings beruhen die Simulationsergebnisse auf unseren speziellen Annahmen insbesondere zur anfänglichen Schuldenstandsquote, zum Wirtschaftswachstum, zu den Realzinsen sowie zur durchschnittlichen Restlaufzeit ausstehender Staatsschulden. Um zu untersuchen, unter welchen Umständen Inflation zu größeren Effekten auf die Schuldenstandsquote führt, ergänzen wir Tabelle 1 um eine Sensitivitätsanalyse. Konkret betrachten wir den Fall eines dauerhaften Anstiegs der Inflationsrate von 2 auf 4% und unterstellen dabei eine Ausweitung der von den Kapitalmärkten geforderten Inflationsrisikoprämie um 40 Bp. In diesem Kontext variieren wir jeweils eine unserer zentralen Annahmen über den Realzins, die Restlaufzeit ausstehender Staatsanleihen, die anfängliche Schuldenstandsquote sowie das Wirtschaftswachstum. Die Ergebnisse sind in Abbildung 3 dargestellt.

- Eine unglaubliche Wirtschaftspolitik könnte wie derzeit in Griechenland zu höheren Risikoprämien für den Zahlungsausfall führen. Dies würde den Realzinsen erhöhen und für den Staat eine fiskalische Belastung darstellen. Übersteigt der Realzins das reale Wirtschaftswachstum, muss die Regierung laufend Primärüberschüsse erzielen, nur um die Schuldenstandsquote konstant halten zu können. Höhere Inflationsraten mindern diese Belastung zumindest zeitweise. Der durchschnittliche Realzins auf die Staatsschulden sinkt, solange die in der Vergangenheit emittierten Staats-

**Abb. 3**  
**Variation der Annahmen von Tabelle 1:**  
**Auswirkungen auf die Schuldenstandsquote**



anleihen noch nicht fällig sind und durch neue, höher verzinsten ersetzt werden müssen. Aus diesem Grund profitiert ein Land, das sich an den Kapitalmärkten hohen Risikoprämien und damit hohen Realzinsen gegenüber sieht, umso stärker von einer Beschleunigung der Inflation.

- Wenn die Schuldenstandsquote in der Ausgangssituation bereits sehr hoch ist, nehmen die Effekte steigender Inflationsraten zu. Der Geldbetrag, den der Staat durch eine gegebene Reduktion des Realzinses einsparen kann, ist umso größer, je höher er verschuldet ist. Aus einem Anstieg der Inflationsrate folgt daher eine entsprechend stärkere Senkung der Schuldenstandsquote in Prozent des BIP.
- Aus einem ähnlichen Grund verstärkt eine lange Restlaufzeit der ausstehenden Staatsschulden die Effekte der Inflation. Eine hohe Restlaufzeit bedeutet, dass sich der durchschnittliche nominale Zinssatz auf die ausstehenden Staatsschulden nur langsam an die erhöhten Inflationsraten anpassen kann, selbst wenn die Anleger ihre Inflationserwartungen sehr schnell korrigieren. Der Staat kommt nach dem Inflationsschub dementsprechend länger in den Genuss niedriger Realzinsen.
- Ein geringes Wirtschaftswachstum bedeutet, dass auch die reale Steuerbasis nur mit einer geringen Rate ansteigt. In Bezug auf die nominale, also in laufenden Preisen gemessene Steuerbasis kann der Staat das fehlende Wirtschaftswachstum jedoch durch höhere Inflationsraten ersetzen. Dies führt solange zu einer fallenden Schuldenstandsquote, bis sich auch das Zinsniveau vollständig an die höhere Inflation angepasst hat.

### Identifikation der Länder mit hohen Inflationsanreizen

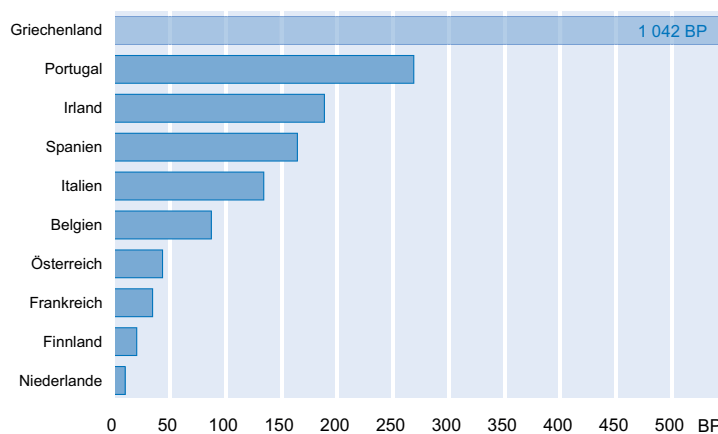
#### Ökonomische Kriterien

Die Simulationsergebnisse haben gezeigt, dass

- (1) hohe Realzinsen,
- (2) eine lange Restlaufzeit der bestehenden Schulden,
- (3) eine hohe Schuldenquote und
- (4) ein niedriges Wirtschaftswachstum

die Wirkung steigender Inflationsraten verstärken. Wir stellen daher in diesem Abschnitt Daten für diese vier Kriterien je nach Verfügbarkeit für diverse Ländersets und mit einem Fokus auf die Eurozone zusammen. Abbildung 4 zeigt zunächst die Zinsaufschläge bei fünfjährigen Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen in der Eurozone. Diese Zinsaufschläge

**Abb. 4**  
**Zinsaufschläge gegenüber Fünfjahresbundesanleihen**

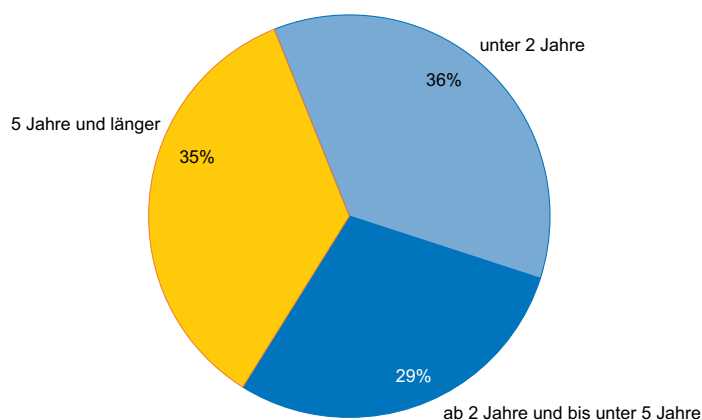


Quelle: Bloomberg; DekaBank.

sind aufgrund der gemeinsamen Geldpolitik unabhängig von den nationalen Inflationsraten und können daher als Risikoprämien auf die (fast) risikolosen Bundesanleihen gelten. Als Risikoprämien geben sie damit auch eine Indikation über das Realzinsniveau, das von den Ländern gezahlt werden muss. Es ist gut zu erkennen, dass gemäß dieses Kriteriums Griechenland, Portugal, Irland und Spanien die höchsten Inflationsanreize in der Eurozone haben sollten.

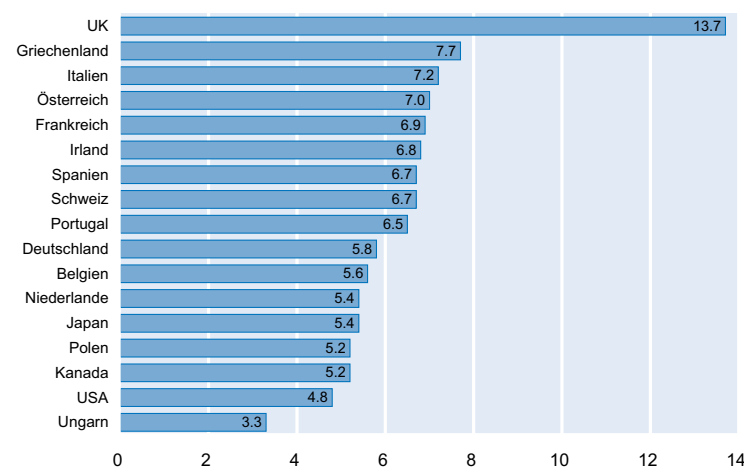
Abbildung 5 zeigt die Laufzeitenstruktur deutscher Staatsanleihen. Ein gutes Drittel wird innerhalb von zwei Jahren fällig, ein knappes Drittel zwischen zwei und fünf Jahren und der Rest erst nach über fünf Jahren. Weniger bonitätsstarke Schuldner haben häufig längere Restlaufzeiten ihrer Staatsschulden, um das Refinanzierungsrisiko zu mindern. Abbildung 6 zeigt die durchschnittliche Restlaufzeit der Staatsschulden einer Reihe von Ländern. In der Eurozone haben Griechenland, Italien und Österreich mit über sieben Jah-

**Abb. 5**  
**Restlaufzeit deutscher Staatsanleihen**



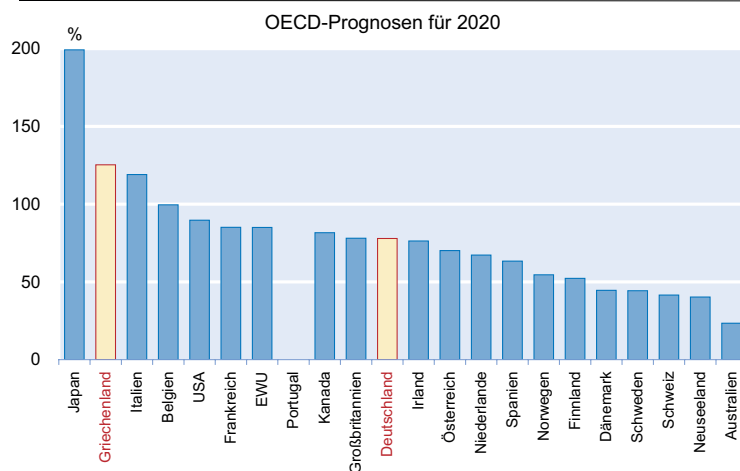
Quelle: Bundesbank; DekaBank.

Abb. 6  
Restlaufzeit der Staatsschulden



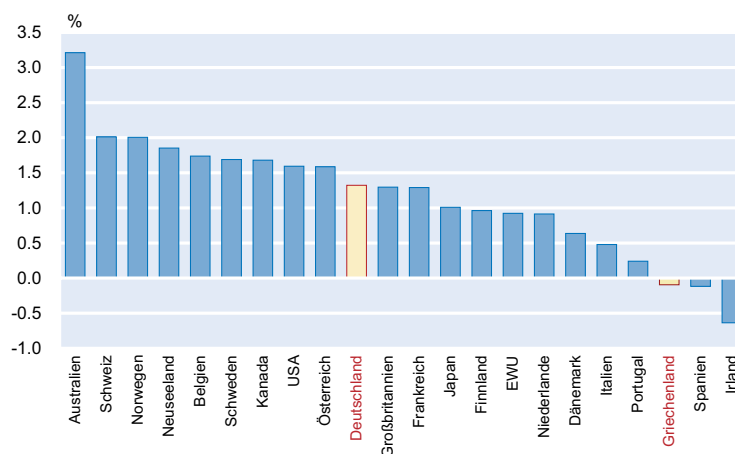
Quelle: The Economist (13. Februar 2010); DekaBank.

Abb. 7  
Schuldenstandsquoten



Quelle: OECD; DekaBank.

Abb. 8  
Wachstumspotential 2011



Quelle: OECD; DekaBank.

ren die längsten Restlaufzeiten und damit die höchsten Inflationierungsanreize. Die Niederlande, Belgien und Deutschland befinden sich dagegen mit Restlaufzeiten von unter sechs Jahren am unteren Ende der Tabelle. Bemerkenswert sind die sehr geringe Restlaufzeit in den USA mit 4,8 Jahren und der außergewöhnlich hohe Wert von 13,7 Jahren in UK. Von steigenden Inflationserwartungen im Zuge einer Inflationierung der Wirtschaft würde UK damit erst mit einer deutlichen zeitlichen Verzögerung getroffen.

Die Schuldenquoten in Abbildung 7 zeigen erneut, wie stark unterschiedlich die Anreize zu einer Inflationierung der Wirtschaft sind. An der Spitze steht Japan, bei dem der Wunsch nach höheren Inflationsraten seit Jahren kein Geheimnis ist. An zweiter Stelle findet sich Griechenland gefolgt von Italien und Belgien.

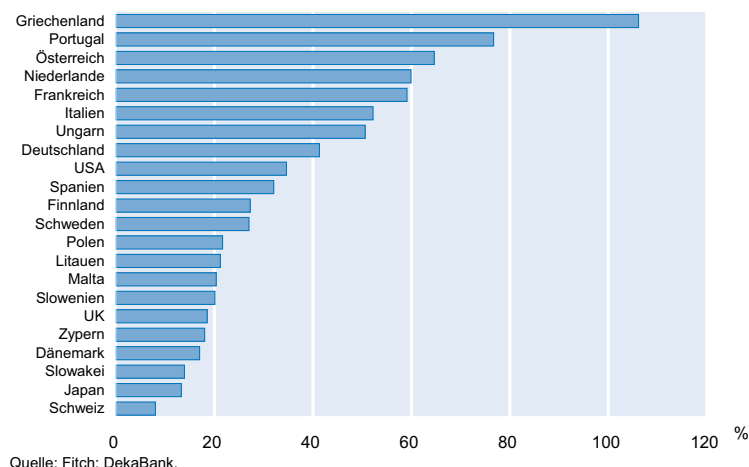
Das mittelfristige Wachstumspotential zu bestimmen, ist derzeit schwierig. Die aktuellen Wachstumsraten sind hierfür kein guter Indikator, da sich die einzelnen Volkswirtschaften in einem unterschiedlichen Stadium der konjunkturellen Erholung befinden und dabei unterschiedlich stark durch Konjunkturprogramme stimuliert werden. Mittelfristig werden die Finanzierungsprobleme einige Volkswirtschaften zu einem rigorosen Sparkurs zwingen. Zudem dürften die Kreditbedingungen für den Privatsektor auch langfristig nicht wieder so günstig werden wie vor der Finanzmarktkrise. Dies beides sollte das Wachstumspotential deutlich dämpfen. Mangels Daten, die alle von uns vermuteten Effekte auf das mittelfristige Potentialwachstum berücksichtigen, stellen wir die Prognosen der OECD vom Mai 2010 für das Wachstumspotential 2011 in Abbildung 8 dar. Bei aller Vorsicht bei der Beurteilung der Daten nehmen wir zur Kenntnis, dass Irland, Spanien, Griechenland und Portugal kein starkes Wachstum zugetraut wird, was die Inflationierungsanreize in diesen Ländern verstärkt.

#### Politökonomische Kriterien

Neben den rein ökonomischen Kriterien, die zu höheren oder geringeren Inflationsanreizen führen, möchten wir auf verschiedene politökonomische Aspekte verweisen, die die Anreize einer Inflationierung beeinflussen. Zu-



**Abb. 9**  
**Auslandsverschuldung des Staates in Prozent des BIP**



nächst ist das der Anteil der Staatsverschuldung, die im Ausland gehalten wird. Länder, die im Ausland verschuldet sind, schaden ihren Bürgern durch Inflationierung weniger als Länder, die im Inland verschuldet sind. Sind die Staatsfinanzen wie in einigen Ländern der Eurozone dringend reformbedürftig, bieten sich Steuererhöhungen, Ausgabenkürzungen und eine Inflationierung der Wirtschaft als prinzipielle Möglichkeiten an. Solide Staatsfinanzen helfen vor allem den Gläubigern. Politisch ist es schwierig, im Inland Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen durchzusetzen, wenn davon hauptsächlich ausländische Anleihehalter profitieren. Das Referendum zum Icesave-Fall in Island demonstriert dies sehr eindrucksvoll. Mit einer höheren Auslandsverschuldungsquote wird die Inflationierung der Wirtschaft also als relativ weniger schlechte Lösung betrachtet, was wiederum ihre Wahrscheinlichkeit erhöhen sollte. Abbildung 9 zeigt mit Griechenland und Portugal Länder an der Spitze, die auch bei einigen rein ökonomischen Kriterien einen überdurchschnittlichen Anreiz zur Inflationierung hatten.

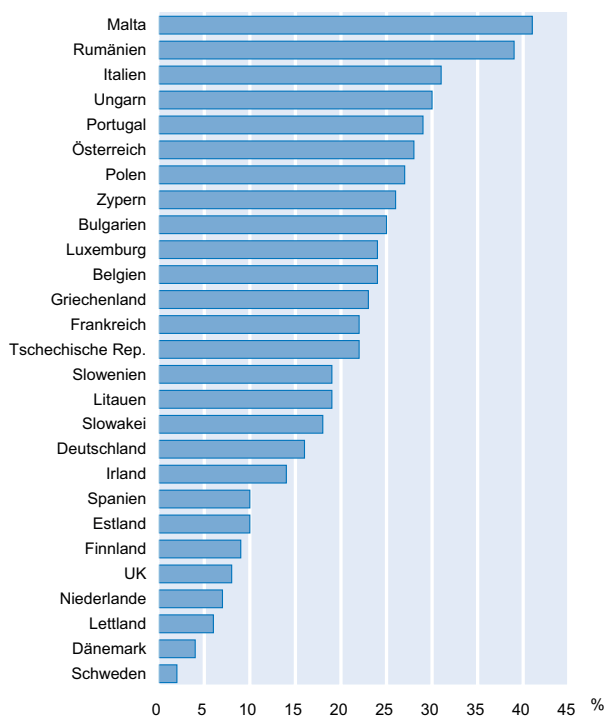
Ein weiterer Aspekt ist die Inflationsaversion der eigenen Bevölkerung. In Deutschland werden häufig die historischen Erfahrungen der Hyperinflationsphasen in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts als Grund für die starke Inflationsaversion und die niedrigen Inflationsraten in der zweiten Hälfte des Jahrhunderts genannt. Höhere Inflationsraten während des gleichen Zeitraums in anderen Ländern können wiederum Ausdruck einer niedrigen Inflationsaversion sein. Wir haben in Tabelle 2 die durchschnittlichen Inflationsraten in den einzelnen Nachkriegsdekaden für einige Länder der EU dargestellt. Unsere Vermutung wäre, dass die Inflationsfurcht in einem Land wie Griechenland, das in den zehn Jahren vor der Gründung der EWU eine durchschnittliche Inflationsrate von 12,2% hatte, geringer ausgeprägt ist als in Frankreich, das in der gleichen Periode einen Wert von durchschnittlich lediglich 2,2% aufwies. Portugal, Italien und Spanien

sollten nach diesem Kriterium ebenfalls eine geringere Inflationsabneigung haben.

Tabelle 2 zeigt einen weiteren wichtigen Aspekt – die durchschnittliche Wachstumsrate der Jahre 1999–2008. Wenn man den Unterschied dieser Wachstumsrate mit der Potentialrate aus Abbildung 8 bildet, sollte man ein Maß dafür erhalten, wie enttäuschend die aktuelle Wirtschaftsentwicklung auf die Bevölkerung wirkt. Je enttäuschender die Situation, desto stärker sollte die Bereitschaft zu radikaleren Lösungen wie einer Inflationierung sein. Diesen Aspekt stellen wir auch in Abbildung 10 dar. Darin wird gezeigt, wie hoch der Anteil der Bevölkerung ist, der Inflation für das wichtigste Problem des Landes hält. Dass hier Länder wie die Niederlande, Dänemark und Schweden am unteren

Ende der Skala stehen, erklärt sich vor allem durch ihre derzeit niedrigen Inflationsraten. Gleiches gilt jedoch nicht für das Vereinigte Königreich, wo die Inflationsrate derzeit oberhalb des offiziellen Inflationsziels liegt. Dies dürfte von der Öffentlichkeit nur deshalb nicht als gravierendes Problem angesehen werden, weil sie eine hohe Arbeitslosigkeit und steigende Staatsschulden als noch größere Belastungen empfindet. Insofern kommt in der niedrigen Platzierung des

**Abb. 10**  
**Anteil der Bevölkerung, die Inflation für das wichtigste Problem des Landes hält**



**Tab. 2**  
**Die Inflations- und Wachstumsperformance in Europa**  
**in den letzten Jahrzehnten**

	Durchschnittliche Inflationsraten p.a. in %						BIP- Wachs- tum p.a. in %
	1945–	1959–	1969–	1979–	1989–	1999–	
	58	68	78	88	98	08	
Belgien	1,4	2,4	7,1	5,0	2,3	2,0	2,3
Dänemark	4,0	5,2	8,7	7,4	2,3	2,1	2,0
Deutschland	1,1	2,3	4,7	3,0	2,7	1,6	1,6
Finnland	6,1	5,0	9,9	7,4	2,7	1,7	3,4
Frankreich	6,2	3,8	8,4	8,1	2,2	1,7	2,1
Griechenland	7,7	1,9	10,7	20,0	12,2	3,2	4,2
Irland	4,0	3,3	12,2	10,3	2,6	3,7	6,1
Italien	3,1	3,4	11,1	12,0	4,6	2,3	1,4
Luxemburg	2,6	2,0	6,3	4,8	2,5	2,4	5,2
Niederland	4,1	3,5	7,4	3,2	2,3	2,2	2,3
Österreich	8,9	3,1	6,0	4,0	2,6	1,9	2,3
Portugal	0,8	3,4	15,5	18,7	7,0	2,9	1,7
Schweden	4,4	3,6	8,1	8,0	3,9	1,2	3,1
Schweiz	1,1	2,8	4,9	3,3	2,6	0,9	1,9
Spanien	6,1	6,3	13,0	11,1	4,7	3,2	3,6
UK	3,8	3,1	11,8	8,0	4,3	2,7	2,7

Quelle: Mongelli und Wyplosz (2009).

Vereinigten Königreichs in Abbildung 10 zum Ausdruck, dass der Widerstand der Bevölkerung gegen eine Politik hoher Inflationsraten vermutlich nicht massiv wäre.

## Fazit

Im Zuge der Finanzmarktkrise und der anschließenden Rezession hat die Staatsverschuldung nahezu weltweit deutlich zugenommen. Dazu kommen die zukünftigen demographisch bedingten Finanzlasten, die die Aussichten für die öffentlichen Haushalte zusätzlich verschlechtern (vgl. beispielsweise Cecchetti, Mohanty und Zampolli 2010). Dies hat an den Finanzmärkten und in der Öffentlichkeit die Befürchtung hervorgerufen, dass mittelfristig ein gravierender Anstieg der Inflationsraten wahrscheinlicher geworden sei. Wie unsere Analysen gezeigt haben, würden höhere Inflationsraten für die meisten Industrieländer jedoch nur eine relativ bescheidene fiskalische Entlastung darstellen. Gleichzeitig wäre eine solche Politik aber mit hohen Risiken verbunden. Rationale Notenbanker und Politiker sollten sich daher eher nicht für eine Politik höherer Inflationsraten entscheiden. Aus diesem Grund bleiben die Inflationsziele der großen Notenbanken grundsätzlich glaubwürdig.

Glaubwürdigkeitsprobleme und Konfliktpotentiale entstehen dort, wo einer Konsolidierung der Staatshaushalte ernsthafte Hemmnisse im Wege stehen, wie etwa ein auf mittlere Sicht unzureichendes Wirtschaftswachstum, hartnäckige Primärdefizite und eine hohe Zinsbelastung durch Risikoprämien an den Kapitalmärkten. In diesem Kontext gewinnt

eine Politik hoher Inflationsraten an Attraktivität, weil die kurzfristigen Entlastungseffekte größer ausfallen. Man sollte daher infolge der gestiegenen Staatsverschuldung nicht pauschal von einem globalen Inflationsschub ausgehen. Vielmehr sollte man differenziert auf die Anreizbedingungen in den einzelnen Ländern bzw. Währungsräumen schauen. Neben den fiskalischen Kennziffern kommt dabei vor allem auch der Qualität der institutionellen Regelungen auf den Gebieten der Geld- und der Finanzpolitik eine entscheidende Bedeutung zu.

Eine der Schlussfolgerungen, die aus unserem empirischen Teil gezogen werden können, ist, dass die USA gar nicht so verdächtig für eine Politik höherer Inflationsraten sind wie vielfach behauptet wird. Zwar sind die Staatsschulden in Relation zum BIP erheblich angestiegen. Aufgrund der relativ kurzen Restlaufzeit von US-Treasuries würde eine Beschleunigung der Inflation jedoch nicht so

viel dazu beitragen, die Staatsschuldenquote zu reduzieren. Zudem sind die langfristigen Wachstumsaussichten für die USA relativ besser als für viele andere Industrieländer und dem amerikanischen Staat werden von den Kapitalmärkten keine hohen Risikoprämien abverlangt. Dies beides verbessert die Aussichten für eine erfolgreiche Konsolidierung der Staatsfinanzen auch ohne Inflation. Kritisch würde es allerdings, wenn die US-Regierung diese Chance auch in den kommenden Jahren nicht nutzt.

In der Eurozone ist die Ausgangssituation eine andere. Hier können einzelne Länder nicht unabhängig über ihre Inflationsraten entscheiden. Vielmehr wird das Inflationsumfeld durch die politischen und gesellschaftlichen Präferenzen in der gesamten Eurozone geprägt. Die von uns identifizierten ökonomischen und polit-ökonomischen Kriterien deuten darauf hin, dass insbesondere Griechenland, Portugal, Italien und Irland ein starkes Interesse an höheren Inflationsraten haben sollten. Demgegenüber dürften Deutschland, Frankreich, Österreich, die Niederlande und Finnland mit niedrigen Inflationsraten besser fahren. Ein solcher Nord-Süd-Konflikt wurde im Prinzip bereits seit der Gründung der Währungsunion wahrgenommen. Bisher haben sich in Bezug auf die Inflationsziele weitgehend die Mitglieder mit einer starken Inflationsaversion durchgesetzt. Dementsprechend ist die wichtigste Implikation der Verschuldungsproblematik auch nicht, dass Griechenland, Portugal, Italien und Irland nun ein umso stärkeres Interesse an höheren Inflationsraten haben. Unglaublich werden die Inflationsziele erst dann, wenn auch für die Kernländer der Währungsunion die bestmögliche Reaktion auf die gestiegene Staatsverschuldung in einem Anstieg der Inflation bestehen würde.

**Kasten 3****Zur Diskussion über höhere Inflationsziele, ihre Kosten und ihren Nutzen**

Die jüngst von Blanchard et al. (2010) angeführten Argumente für höhere Inflationsziele haben nichts mit der Bedienung der Staatsschulden zu tun. Die IWF-Ökonomen verweisen stattdessen darauf, dass durchschnittlich höhere Inflationsraten bei Bedarf stärkere geldpolitische Impulse ermöglichen. Wenn die angestrebten Inflationsraten beispielsweise 4 statt 2% betragen, würden auch die Leitzinsniveaus durchschnittlich 2 Prozentpunkte höher liegen. Da Leitzinsen nicht unter 0% fallen können, vergrößern höhere Inflationsziele den Spielraum der Zentralbanken. So hätte die Fed in der Krise ihre Zinsen nicht nur um 5 Prozentpunkte von 5,25% auf 0,25% senken können, sondern um 7 Prozentpunkte von 7,25% auf 0,25%. Damit hätte der Einsatz von Steuermitteln für eine expansive Finanzpolitik genauso geringer ausfallen können wie der Ankauf von Wertpapieren durch die Fed und die anderen Maßnahmen der quantitativen Lockerung.

	Inflationsziel/ -norm in %	Zentralbank- unabhängig seit
Australien	2,0–3,0	–
EZB	ca. 1,7–1,9	Jan. 99
Japan	ca. 1,0	Apr. 98
Kanada	2,0+/-1,0	Apr. 98
Neuseeland	1,0–3,0	–
Norwegen	2,5	–
Schweden	2,0+/-1,0	Jan. 99
UK	2,0+/-1,0	Mai 97
USA	ca. 2	–

Für die Europäische Währungsunion (EWU) lassen sich weitere Gründe für höhere Inflationsziele finden: In ihr können einzelne Staaten ihre Wettbewerbsfähigkeit nicht über eine nominale Abwertung ihrer Währung verbessern. Aufgrund der Sprachbarrieren werden auch nur wenige Arbeitnehmer auf einen Anstieg der regionalen Arbeitslosigkeit durch Umsiedlung in eine andere Region reagieren. Dies unterscheidet uns von den USA. Die einzige Möglichkeit, mit der die Wettbewerbsfähigkeit und die eigenen Exportchancen verbessert werden können, besteht in einer realen Abwertung durch niedrigere Löhne und Preise. So hat die Lohnzurückhaltung in Deutschland relativ zu den anderen Euromitgliedsländern in den ersten Jahren der EWU die deutsche Wettbewerbsfähigkeit stark erhöht. Inzwischen bräuchten vor allem die Länder mit einer einbrechenden Baubranche und hohen Leistungsbilanzdefiziten wie Spanien einen wettbewerbsfähigeren Exportsektor. Höhere Inflationsziele würden diesen Prozess erleichtern. Je höher die Inflationsziele, desto höher ist auch der durchschnittliche Lohnanstieg im Euroraum und desto schneller kann ein Land seine Wettbewerbsfähigkeit bei stagnierenden Löhnen verbessern. Insbesondere können so absolute Lohnkürzungen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit vermieden werden, die die Motivation und Produktivität der Arbeitnehmer stark reduzieren. Insgesamt würde durch höhere Inflationsziele somit erreicht, dass auch die schwächeren Euroländer eine schmerzhaft Deflation umgehen können.

Die Diskussion über die »richtige« Inflationsrate ist eine uralte in der Wirtschaftswissenschaft. Keynesianisch orientierte Ökonomen haben immer für eine etwas höhere Inflationsrate als »Schmierstoff« der Wirtschaft plädiert. Monetaristisch ausgerichtete Ökonomen betonten dagegen stets die gesamtwirtschaftlichen Kosten selbst moderat höherer Inflationsraten. Schließlich waren die Hochinflationszeiten der siebziger und achtziger Jahre keine Zeiten starken Wachstums. Gegenwärtig besteht nach dem exorbitanten Finanzmarktschock ein enormer Bedarf an keynesianischen Politikinstrumenten. Kein Wunder also, dass entsprechende Vorschläge auf den Tisch kommen. Ein Patentrezept gegen Krisen sind aber auch solche höheren Inflationsziele nicht. Liquiditätsengpässen im Finanzsektor beispielsweise, wie sie in dieser Krise eine große Rolle spielten, wäre auch mit deutlicheren Zinssenkungen nicht beizukommen gewesen. Unabhängig davon, ob man sich der keynesianischen Position höherer anzustrebender Inflationsraten anschließen möchte, verbietet sich in der gegenwärtigen Lage eine Veränderung der Inflationsziele aus ganz anderen Gründen: Die meisten Zentralbanken haben sich in den letzten 20 Jahren die Glaubwürdigkeit ihrer niedrigen Inflationsziele hart erarbeitet. Sie haben im Fall der EZB darauf hingewiesen, dass das Inflationsziel von knapp unter 2% nicht nur aktuell, sondern auch in der Zukunft gelten wird. Mit einer Erhöhung der Inflationsziele würde sie das Versprechen bei 2% stabiler Inflationsraten brechen. Dies würde ihre Glaubwürdigkeit auch für die Zukunft stark begrenzen. Einem Inflationsziel von beispielsweise 4% würde man dementsprechend nur bedingt trauen. Neben höheren Inflationserwartungen würden an den Finanzmärkten dann auch wieder höhere Inflationsrisikoprämien eingepreist werden – also eine Kompensation dafür, dass die tatsächliche Inflation eventuell doch über dem neuen Inflationsziel der Zentralbanken liegt.

Eine zusätzliche Schwierigkeit stellt sich ein, wenn ein Inflationsziel in einer Phase konjunktureller Unterauslastung angehoben wird. Dies könnte dazu führen, dass die Finanzmärkte vor allem am langen Ende der Zinsstrukturkurve höhere Inflationsraten bereits einpreisen und die Nominalzinsen sich dadurch erhöhen. Wenn gleichzeitig die tatsächlichen Inflationsraten aufgrund einer konjunkturell oder strukturell schwachen Nachfrage nicht ansteigen, erhöhen sich auch die Realzinsen. Dies würde die Investitionsanreize senken und die Unterauslastung der Wirtschaft verfestigen. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir die ökonomischen Gründe für höhere Inflationsziele zwar für valide, aber nicht für ausreichend für einen Wechsel der Inflationsziele halten.

**Literatur**

- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia und P. Mauro (2010), »Rethinking Macroeconomic Policy«, IMF Staff Position Note, Januar.  
 Müller, H. (2010), *Sprengsatz Inflation – Können wir dem Staat noch vertrauen?*, Campus, Frankfurt am Main.  
 Cecchetti, S., M.S. Mohanty und F. Zampolli (2010), *The Future of Public Debt: Prospects and Implications*, BIS, Februar.  
 Mongelli, P. und C. Wyplosz (2009), »The Euro at Ten – Unfulfilled Threats and Unexpected Challenges«, in: B. Mackowiak, F. Mongelli, G. Noblet und F. Smets (Hrsg.), *The Euro at Ten – Lessons and Challenges*, EZB, Frankfurt am Main.